

达安股份 (300635)

证券研究报告
2019年07月26日

5G 推广为监理业务带来更多订单和丰富应用场景

深耕多领域监理行业，多点覆盖工程项目管理服务产业链

公司是多领域监理企业中第一家上市的企业。公司目前在 14 个监理领域内具备 6 项甲级资质，在招标代理及咨询领域 3 项甲级资质，工程监理收入自 2012 年起连续多年在全国近 8000 家监理企业中排名前十，在工程监理行业处于领先地位。

通信监理行业整理利好，收入转化有望提速

通信监理行业整体营收有一定周期特征，3G、4G 牌照发放初运营商会投入很大，而末期投入变小。公司在通信监理行业具有较大的品牌优势和营销网络优势，处于行业龙头地位。2017 年末，公司与中国移动签订大额通信监理服务框架协议，但受困于 4G 后期，2018 年此框架协议转化收入不明显。随着今年 6 月工信部发放 5G 牌照，各省市出台 5G 产业发展纲要，5G 基础设施建设需求大。中国移动明确提出 2019 年将建设超过 5 万个 5G 基站，在超过 50 个城市实现 5G 商用服务，公司大额框架合同转化收入速度将加快，预计于 19 年、20 年迅速落实为订单，转化为收入。

房屋建筑等其他监理领域毛利率逐年攀升，5G 推广丰富应用场景

得益于公司的业务能力的提高、知名度的不断扩大、成本管理的不断加强，近年来公司在房屋建筑等其他监理领域毛利逐年攀升，由 2015 年的 22% 上升至 2018 年的 32.35%，增幅显著。未来 5G 的推广将会带动物联网、人工智能的飞速发展，从而为房屋建筑监理带来丰富的应用场景，极大的提高监理效率。如基于 5G、物联网等技术的“智慧监理”在工地项目安全管理、危大工程管理、项目劳动力管理等方面的应用。

监理行业前景广阔，公司纵横产业链整合构建全国性大型综合监理公司

受益于国家政策支持，监理行业前景广阔，但行业内全国大型综合性监理公司数量屈指可数，行业内营收过亿企业数量仅占 2.2%。公司横向通过在监理行业内收购宏阔电力和顺水监理，顺利进入监理行业内市场份额前四的监理领域，纵向通过新设和并购的方式在咨询、软件开发及代建等领域获得子公司，同时还与一些行业内的优质企业签订了一系列《战略合作协议》力争早日实现全国性大型综合性监理企业的目标。

投资建议

5G 牌照的发放及 5G 商用将释放大量 5G 基建需求，公司签订的大额框架合同有望落实为订单，快速转化为收入。同时公司正在加快纵横产业链整合，顺利进入电力和水利工程监理领域、收购咨询、代建等子公司，公司资质不断增加，市场份额不断提高，业务范围不断扩大。5G 正式商用后将会增添智慧监理新场景，公司也在积极布局“智慧监理系统”。预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.47、0.61、0.76 元/股。对应的 PE 为 38、30 和 24 倍。首次覆盖，给予“增持”评级，目标股价为 22 元/股。

风险提示：5G 基建投入或受环境影响不及预期；新收购业务业绩或因整合不佳不及预期；公司客户集中度较高，议价能力和收款会受到影响。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	405.92	495.63	582.57	766.58	950.18
增长率(%)	(0.29)	22.10	17.54	31.59	23.95
EBITDA(百万元)	60.75	104.12	104.62	137.59	172.66
净利润(百万元)	51.68	54.93	64.13	82.78	104.23
增长率(%)	(6.07)	6.30	16.74	29.08	25.91
EPS(元/股)	0.38	0.40	0.47	0.61	0.76
市盈率(P/E)	47.64	44.82	38.39	29.74	23.62
市净率(P/B)	4.13	3.81	3.47	3.14	2.80
市销率(P/S)	6.07	4.97	4.23	3.21	2.59
EV/EBITDA	40.30	24.18	22.11	18.76	14.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	18.06 元
目标价格	22 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	136.33
流通 A 股股本(百万股)	43.72
A 股总市值(百万元)	2,184.07
流通 A 股市值(百万元)	700.39
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	40.82
一年内最高/最低(元)	21.98/10.40

作者

唐笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004	tangx@tfzq.com
岳恒宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005	yuehengyu@tfzq.com
肖文劲	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001	xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕多领域监理行业，多点覆盖工程项目管理服务产业链	5
1.1. 首家多领域监理上市企业，监理业务行业领先	5
1.2. 二十余年成长筑基础，步入茁壮发展期	5
1.3. 股权结构相对集中，实际控制人行业资历深厚	6
2. 通信监理行业整体利好，收入转化有望提速	6
2.1. 下游行业迅速发展、政策利好双核驱动行业发展	6
2.2. 三大客户需求规模大，或显著受益区域龙头地位	8
2.2.1. 三大客户集中采购，公司中标份额高	8
2.2.2. 优势突出，处于行业区域龙头地位	10
2.3. 在手订单创新高，5G 牌照发放有望助力收入转化	11
3. 房屋建筑等监理领域利润率逐年攀升，5G 推广丰富应用场景	14
3.1. 其余监理领域发展稳定，房屋建筑监理中流砥柱	14
3.2. 增实力、降成本齐头并进，房屋建筑等监理业务毛利率逐年攀升	15
3.3. 5G 商用启动，丰富房屋建筑监理业务应用场景	16
3.3.1. 5G 建设正式开启，物联网即将迎来飞速发展	16
3.3.2. 5G、物联网蓬勃发展，“智慧监理”应运而生	17
3.3.3. 拥抱 5G 时代，公司积极布局“智慧监理”	18
4. 横纵产业链整合有序开展，开启全国大型综合监理企业新征程	19
4.1. 监理行业公司数量多、规模小，全国性大型综合监理企业屈指可数	19
4.2. 横向并购有序开展，力争成为行业龙头	19
4.2.1. 收购宏闵电力，顺利进入电力监理领域	20
4.2.2. 收购顺水监理，进入水利工程监理领域	20
4.3. 紧抓国家“培育全过程工程咨询”发展机遇，加快纵向产业链整合	21
5. 盈利预测与估值	22
5.1. 主要假设盈利预测	22
5.2. 相对估值法	23
6. 投资建议	23
7. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司营业收入分部（亿元）	5
图 2：公司营收占比地区分布（亿元）	5
图 3：公司发展历程	5
图 4：公司股东结构图	6
图 5：2008-2017 年建设工程监理营业收入（亿元）	6
图 6：2017 年度专业资质类企业按细分领域营业收入占比情况	6

图 7: 2010-2018 年我国通信光缆总长度 (单位: 十万公里)	7
图 8: 2010-2018 年我国通信行业基站数 (单位: 万个)	7
图 9: 2006-2017 年间我国通信监理行业营业收入 (亿元)	7
图 10: 中国移动 2018-2019 年通信监理服务招标情况 (单位: 万元)	8
图 11: 中国铁塔 2018-2019 年通信监理服务招标情况 (单位: 万元)	10
图 12: 2017 年达安股份市场占有率	11
图 13: 2018 年达安股份业务分布	11
图 14: 公司 2017-2018 年订单及收入情况 (单位: 亿元)	11
图 15: 2009-2018 年三大运营商资本支出情况 (单位: 亿元)	12
图 16: 监理行业各细分领域企业数量 (家)	14
图 17: 公司各监理业务毛利率变化情况	15
图 18: 公司房屋建筑等监理业务营收占比变化情况	15
图 19: 公司具有代表性的 “乌海万达广场” 监理项目	15
图 20: 公司具有代表性的 “广州东方文德广场” 监理项目	15
图 21: 5G 技术的四大特点	16
图 22: 物联网架构图	16
图 23: 工地人员出入人脸识别系统	17
图 24: 项目监理部人员通过物联网技术在室内进行工地监理	17
图 25: 传统监理条件下监理人员在工地现场工作	17
图 26: 传统监理下项目监理部人员与施工单位现场检测钢筋直径	17
图 27: 奥铂爵公司智慧工地项目管理平台产品介绍	18
图 28: 湛江工地项目现场试用危险源监控和销项	18
图 29: ISPM1.0 在广州联通白云通信机房建设中得到应用	18
图 30: 监理行业企业数量变化 (个)	19
图 31: 监理行业内营收过亿企业数量 (个)	19
图 32: 宏闵电力新疆石河子绿洲 220kV 送变电工程	20
图 33: 宏闵电力官塘至红石 2 回 220kV 线路工程	20
图 34: 宏闵电力业绩完成情况	20
图 35: 顺水公司东深供水(东江-香港)改造工程	21
图 36: 顺水公司广东省潮州水利枢纽工程	21
表 1: 通信监理业务相关政策文件	7
表 2: 2018 年度公司前五大客户情况	8
表 3: 广东移动、江苏移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购项目中标情况	9
表 4: 2018-2019 年中国联通通信业务采购情况 (单位: 万元)	9
表 5: 达安股份排名表	10
表 6: 2017-2018 年公司中标中国移动合同情况	12
表 7: 多省市 5G 产业发展纲要	13
表 8: 公司签订的相关战略合作协议	21

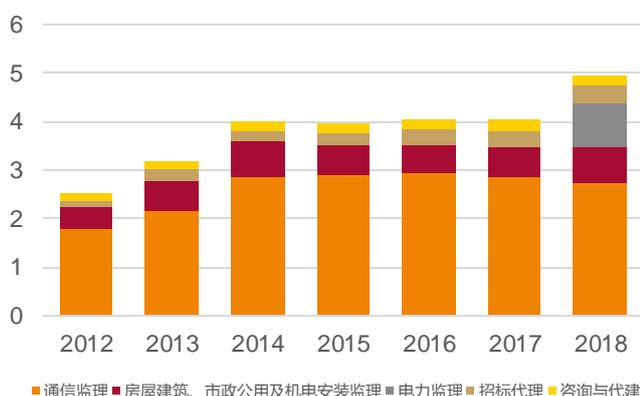
表 9：分项业务预测	22
表 10：可比公司 PE	23

1. 深耕多领域监理行业，多点覆盖工程项目管理服务产业链

1.1. 首家多领域监理上市企业，监理业务行业领先

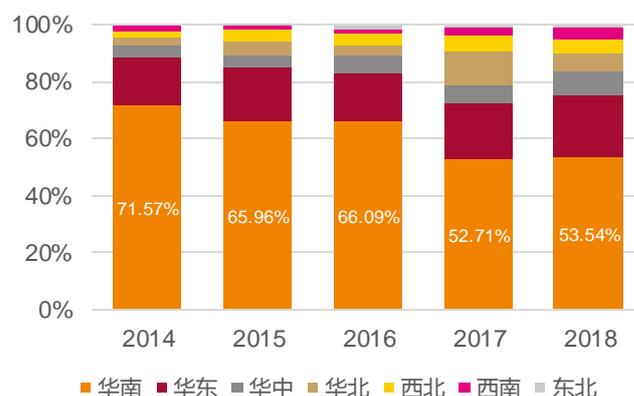
达安股份，全称为中达安股份有限公司，于1998年10月在广州成立，2017年3月在深交所创业板挂牌上市，是多领域监理企业中首家上市的企业。公司是专业的工程项目管理服务提供商，主要从事以工程监理为主的建设工程项目管理服务，业务范围包括工程监理、招标代理、项目代建与咨询等，具有20余年的经营管理实践经验。

图 1：公司营业收入分部（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司营收占比地区分布（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的主营业务为工程监理，涉及房屋建筑、通信工程、市政工程、电力、公路桥梁等多个行业领域，目前以通信监理、电力监理以及房屋建筑监理为主，业务主要集中在华南地区，当前正在积极的拓展业务范围。公司目前在 14 个监理领域内具备 6 项甲级资质，在招标代理及咨询等领域内取得 3 项甲级资质。公司在工程监理行业处于领先地位，工程监理收入自 2012-2016 年连续在全国近 8000 家监理企业中名列前茅。

1.2. 二十余年成长筑基础，步入茁壮发展期

公司于 2011 年成为国家高新技术企业，2014 年开始营收超过 4 亿元，连续 15 年被广东省工商行政管理局评为“广东省守合同重信用企业”；连续 9 年被广东省建设监理协会评为“广东省建设监理行业先进工程监理企业”。公司当前正在不断增加业务资质种类、拓展业务经营范围，借助资本市场的力量努力发展成为全国性的大型综合性监理企业。

图 3：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司承接的明星项目如中国移动南方基地项目、广东移动全球大厦通项目、万达广场等各

地市地标性建筑监理项目等奠定了其在各业务领域的市场地位，公司严格的质量管理、完善的客户服务制度、高效的项目管理水平得到了客户及监管机构的广泛认可，2013 年至今，公司多个项目获得省部级及地市级奖励与表彰。

1.3. 股权结构相对集中，实际控制人行业资历深厚

公司为自然人控股，吴君晔和李涛作为一致行动人，是公司的实际控制人，二者持股比例分别为 19% 和 17.13%。其他股东股权比例相对较为分散，且其他股东之间不存在关联关系，因此公司的实际控制人吴君晔和李涛两人处于相对控股地位。吴君晔和李涛均为高级工程师，是公司创业团队的核心成员，且均在工程项目管理领域具有近 20 年的从业经验，资历深厚，对于公司的主营业务有深入的了解，有利于二者对公司的经营决策作出正确的判断，对于公司的业务发展意义重大。

图 4：公司股东结构图



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 通信监理行业整体利好，收入转化有望提速

2.1. 下游行业迅速发展、政策利好双核驱动行业发展

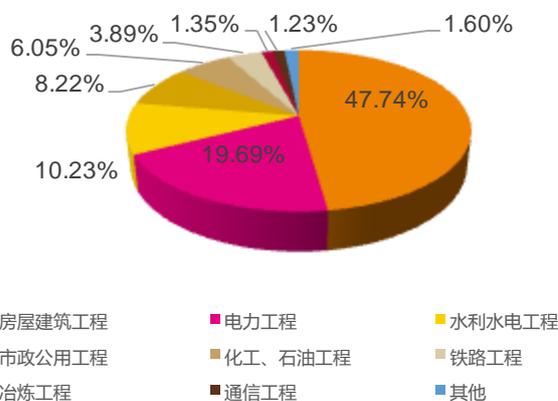
工程监理按照工程类别可以划分为通信工程监理、房屋建筑工程监理、市政公用工程监理、机电安装工程监理、公路工程监理、水电水利工程监理等 14 个细分类别。根据国家统计局的统计数据，2017 年度我国建设工程监理行业营业收入达到 3281.72 亿。其中，通信监理营业收入占比较小，2017 年度占整个监理行业的 1.23%。

图 5：2008-2017 年建设工程监理营业收入（亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：2017 年度专业资质类企业按细分领域营业收入占比情况

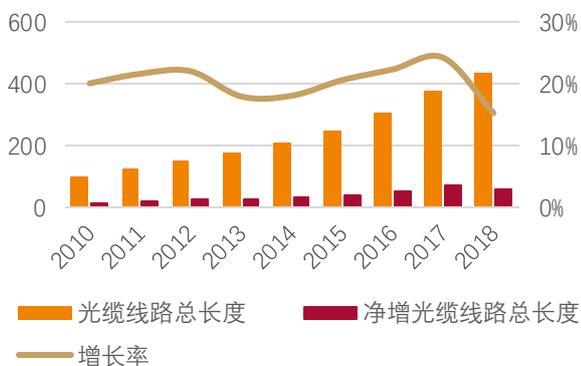


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

近年来，我国通信行业发展迅速，基础建设投资不断增加。2008 年通信行业重组，打破

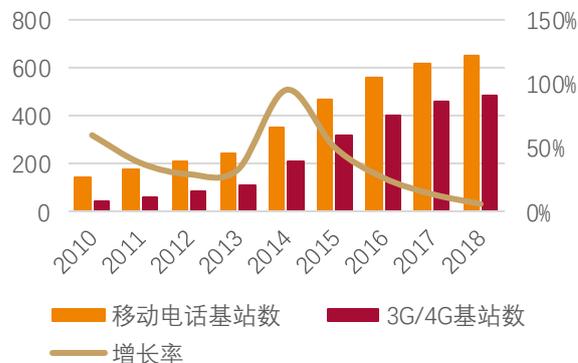
了运营商原有的业务格局，国内通信行业市场迎来了前所未有的激烈市场竞争，各大通信运营商为抢占市场及客户，纷纷提高服务质量，加快通信工程建设进度，不断延伸通信光缆覆盖面，提升通信信号覆盖质量，严格控制工程成本。尤其是2014年，随着我国4G业务的发展，基础电信企业加快移动网络建设，新增3G/4G基站104万个，是上年同期净增数的3.85倍，总数达213万个。

图 7：2010-2018 年我国通信光缆总长度（单位：十万公里）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 8：2010-2018 年我国通信行业基站数（单位：万个）



资料来源：通信运营统计公报，天风证券研究所

政策方面，住建部、工信部近年先后发布相关政策，要求积极推行工程总承包和工程项目管理，提高工程建设管理水平，保证工程质量和投资效益，为监理行业营造了良好的发展环境。2011年，工信部发布《关于进一步加强通信建设工程监理工作的通知》，要求逐步扩大通信工程监理的实施范围。今年3月，发改委和住建部联合发布《关于推进全过程工程咨询服务发展的指导意见》鼓励建设单位委托咨询单位提供招标代理、勘察、设计、监理、造价、项目管理等全过程咨询服务。

表 1：通信监理业务相关政策文件

法规名称	颁发部门	发布日期	主要内容
《关于培育发展工程总承包和工程项目管理企业的指导意见》	住建部	2003年2月	鼓励勘察、设计、施工、监理企业向工程总承包和工程项目管理企业发展
《关于大型工程监理单位创建工程项目管理企业的指导意见》	住建部	2008年11月	鼓励大型工程监理单位向工程项目管理企业转变
《关于进一步加强通信建设工程监理工作的通知》	工信部	2011年6月	规定逐步扩大通信工程监理的实施范围；通信监理的合理费用。
《关于促进工程监理行业转型升级创新发展的指导意见》	住建部	2017年7月	提升工程监理服务多元化，创新服务模式，增强监理行业核心竞争力，培育一批智力密集型、技术复合型、管理集约型的大型工程建设咨询服务企业。
《关于推进全过程工程咨询服务发展的指导意见》	国家发改委 住建部	2019年3月	鼓励建设单位委托咨询单位提供招标代理、勘察、设计、监理、造价、项目管理等全过程咨询服务

资料来源：住建部、工信部、发改委官网，天风证券研究所

在这种背景下，建设方聘请监理公司参与项目管理的意愿日趋强烈，通信监理服务在确保工程建设质量、控制工程进度和投资、提高投资效益和社会效益的优点日益凸显，通信工程监理业务呈现较好的发展态势。2008年至2017年，我国通信工程监理行业营业收入持续增加，从2008年的6.74亿元增长至2017年的36.88亿元，复合增长率达到18.52%。

图 9：2006-2017 年间我国通信监理行业营业收入（亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所。2012 年度国家统计局关于通信工程监理营业收入统计数据存在异常，截至本报告日，国家统计局尚未对 2012 年度数据进行调整。

2.2. 三大客户需求规模大，或显著受益区域龙头地位

2.2.1. 三大客户集中采购，公司中标份额高

通信监理行业主要发包商包括中国移动、中国铁塔、中国联通、中国电信。其中，中国移动、中国联通、中国铁塔主要通过公开招投标方式进行业务采购，只要企业具有相应资质并满足投标硬件要求，就可参与投标并获得相应业务。中国电信的业务主要由下属监理公司公诚管理咨询有限公司负责实施，一般民营监理企业很难涉足。

目前，公司前三大客户分别为中国移动、中国铁塔、中国联通，其中，中国移动的业务量占绝大部分。

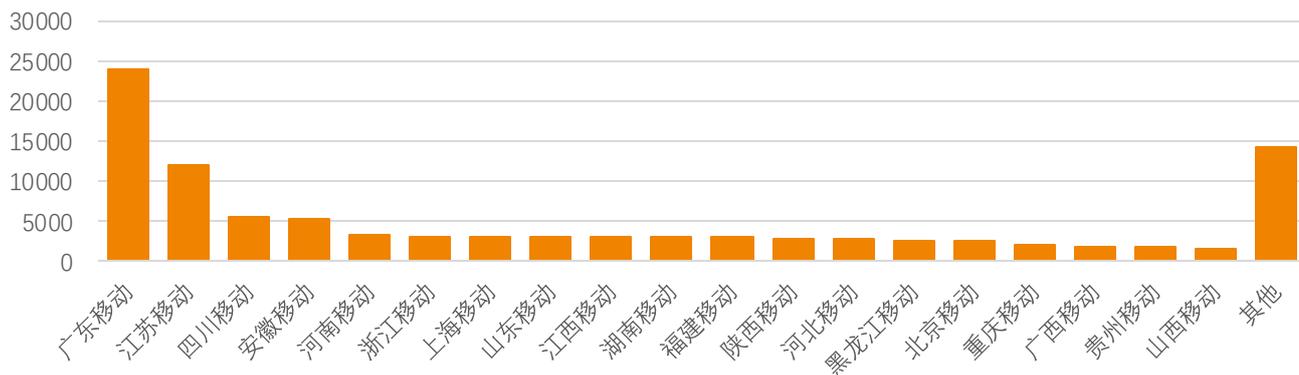
表 2：2018 年度公司前五大客户情况

序号	客户名称	销售额 (万元)	占年度销售比率
1	中国移动通信集团广东有限公司	8341.68	16.83%
2	中国铁塔股份有限公司	4331.68	8.74%
3	中国联合网络通信有限公司广东省分公司	1694.31	3.42%
4	中国移动通信集团湖南有限公司	1496.49	3.02%
5	中国移动通信集团河北有限公司	1184.91	2.39%
合计	--	17049.07	34.40%

资料来源：达安股份年报，天风证券研究所

中国移动的招标采用集采模式，一般在奇数年集中采购两年服务，采购规模达百亿。2017 年年末，中国移动开展 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购项目，规模达 101.52 亿。其中，广东移动规模最大，达 24.03 亿（占总规模 23.67%），江苏移动紧随其后，达 12 亿（占总规模 11.82%），达安股份均成为大额中标候选人，中标份额分别达 27.49% 和 13.5%。

图 10：中国移动 2018-2019 年通信工程收入及增长率 (单位：万元)



资料来源：中国移动采购与招标网，天风证券研究所

表 3：广东移动、江苏移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购项目中中标情况

广东移动			江苏移动		
份额排名	中标公司	中标份额	份额排名	中标公司	中标份额
份额一	公诚管理咨询有限公司	19.86%	份额一	公诚管理咨询有限公司	36%
份额二	公诚管理咨询有限公司	17.78%	份额二	中邮通建设咨询有限公司	19.5%
份额三	广东达安项目管理股份有限公司	16.02%	份额三	广东达安项目管理股份有限公司	13.5%
份额四	广东达安项目管理股份有限公司	11.47%	份额四	深圳市都信建设监理有限公司	10%
份额五	广州市汇源通信建设监理有限公司	10.40%	份额五	华夏邮电咨询监理有限公司	8%
份额六	宁夏信友监理咨询管理有限公司	9.09%	份额六	北京煜金桥通信建设监理咨询有 限责任公司	7%
份额七	北京诚公通信工程监理股份有限公司	6.23%	份额七	中通服项目管理咨询有限公司	6%
份额八	中邮通建设咨询有限公司	5.08%			
份额九	重庆鼎信建设监理有限公司	4.07%			

资料来源：中国移动采购与招标网，天风证券研究所

中国联通采购规模较小，根据目前从其采招网的统计，2018-2019 年采购规模为 6.29 亿，同样采用集采模式。广东、广西、湖北、江西、新疆等地一般于偶数年进行集中采购，江苏、重庆、四川、河北等地则一般于奇数年进行集中采购。北京和浙江则一般三年集中采购一次。

表 4：2018-2019 年中国联通通信业务采购情况 (单位：万元)

地区	项目名称	采购规模	发布日期
贵州	2018 年贵州联通通信工程监理单位集中采购项目	1394	2017.11.13
贵州	2019 年贵州联通通信工程监理服务单位集中采购项目	1806	2018.12.01
广东	广东联通 2018-2019 年度通信工程监理单位招标项目	31890	2018.05.28
广西	广西区内通信工程项目监理服务集中招标项目	3423	2018.09.11
湖北	2018-2019 年湖北联通通信工程监理采购项目	2549	2018.03.22
江西	2018-2019 年度江西联通通信工程监理服务项目	2500	2018.05.28
新疆	2018-2019 年中国联通新疆分公司通信工程监理服务采购项目	1700	2018.07.18
宁夏	2018-2019 年中国联通宁夏分公司通信工程专业监理服务集中采购项目	896	2018.02.07
青海	2018-2019 年度中国联通青海省分公司通信工程监理集中采购项目	888	2018.04.18
江苏	2019 年-2020 年江苏联通通信工程监理单位集中招标采购项目	3528	2018.12.11
重庆	2019-2020 年度中国联通重庆通信工程监理服务集中采购	3354	2019.02.21
四川	2019-2020 年度四川联通全专业工程监理集中招标	1760	2019.04.02
河北	河北联通 2019-2020 年通信工程补充监理服务采购项目	1687	2019.07.08
北京	2017-2020 年度北京联通通信工程建设项目监理服务	1062	2018.01.18
浙江	2018-2020 年浙江联通通信工程监理集中招标项目	4500	2018.05.25

合计	--	62937	--
----	----	-------	----

资料来源：中国联通采购与招标网，天风证券研究所

中国铁塔以各省为单位进行采购，根据目前从其采招网的统计，2018 年采购规模为 6.36 亿，2019 年上半年采购规模为 3.28 亿。

图 11：中国铁塔 2018-2019 年通信监理服务招标情况（单位：十万元）



资料来源：中国铁塔采购与招标网，天风证券研究所

2.2.2. 优势突出，处于行业区域龙头地位

公司处于行业领先地位，收入规模位列广东省第一。根据中国采购与招标网、中国名企排行网联合发布的“2018 年度中国工程监理公司综合实力百强名单”，截至 2018 年，广东达安的综合实力位列全国第 11 名，广东省第 1 名。单从收入规模来看，公司排名逐年提升，2014、2015 年公司工程监理收入连续位列全国第 6 名，广东第 1 名，同时也是前 6 名中唯一一家主营通信工程监理的企业。

表 5：达安股份排名表

年份	排名依据	全国排名	广东省排名	数据来源
2012	工程监理收入	第 8 名	第 1 名	《中国建设监理》公布的 2012 年全国工程监理收入百强企业排名表
2013	工程监理收入	第 7 名	第 1 名	住建部统计的 2013 年全国工程监理收入百强企业排名表
2014	工程监理收入	第 6 名	第 1 名	住建部统计的 2014 年全国工程监理收入百强企业排名表
2015	工程监理收入	第 6 名	第 1 名	住建部统计的 2015 年全国工程监理企业工程监理收入百强企业排名表
2018	综合实力	第 11 名	第 1 名	中国采购与招标网、中国名企排行网联合发布的“2018 年度中国工程监理公司综合实力百强名单”

资料来源：达安股份招股说明书，中国采购与招标网，天风证券研究所

根据国家统计局数据，截至 2017 年，从事通信工程监理的企业仅 29 家。公司在通信监理行业的主要竞争者为三大电信运营商下属的通信服务企业，以及一些大型民营建设工程监理企业。

表 6：达安股份通信监理业务主要竞争对手情况

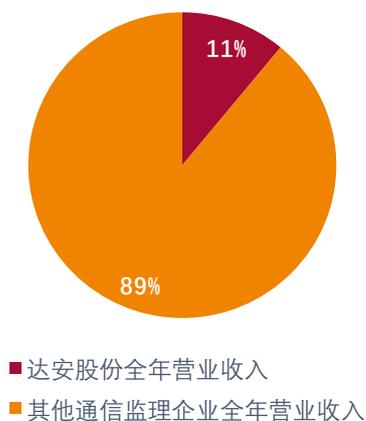
公司名称	公司性质	所属省份	情况简介
公诚管理咨询有限公司	中国电信下属通信服务企业	广东省	拥有通信工程监理甲级、工程招标代理甲级、通信建设项目招标代理甲级、政府采购招标代理甲级资质，员工 5,000 余人，目前业务区域已遍及广东、上海、北京、河南、山西、重庆、天津、云南、江苏、山东、河北、湖南、宁夏、吉林、湖北、浙江、四川、辽宁、海南、江西、黑龙江等二十多个省

北京煜金桥通信建设监理咨询有限公司	中国移动下属通信服务企业	北京市	市自治区。 拥有员工 1,200 余人,已先后承接工程监理及工程项目管理业务 2,000 余项,并在内蒙、四川、福建、广东等地设有分公司及办事处。
华夏邮电咨询监理有限公司	中国联通下属通信服务企业	河南省	主要提供通信工程监理、咨询、勘察和设计等一体化的综合性通信服务,在北京、上海、天津、广东、福建、江苏、湖北、山东、成都、深圳等省市设有分支机构。
中海监理有限公司	国有背景	广东省	主要从事房屋建筑、市政公用、通信等工程建设监理业务以及项目代建、项目管理业务。业务范围遍布华南(广东、广西、湖南、江西)、华东(南京、苏州、厦门)、西南(成都、重庆)、北京、天津及环渤海区域的大连、青岛等地。
宁夏信友	新三板上市民营企业	宁夏回族自治区	主要从事通信建设监理、信息系统工程监理、工程建筑监理、通信建设招标代理及相关工程咨询管理服务业务。公司具备通信建设监理甲级资质,服务地区包括宁夏、甘肃、青海、西藏、云南及上海等地。

资料来源: 达安股份招股说明书, Wind, 天风证券研究所

与竞争者相比, 公司具备品牌优势、以及辐射全国范围的业务和营销网络优势, 占据广东省行业领导地位。公司承接的中国移动南方基地项目、广东移动全球通大厦项目, 作为中国移动集中化战略重要承载基地及中国移动改革创新的示范区, 奠定了公司在通信监理领域的领导地位。业务范围方面, 截至 2018 年底, 公司已经在全国设立 28 个分公司、46 个项目部, 业务区域覆盖除甘肃、山西外二十多个省、直辖市和自治区。2017 年, 公司在通信监理行业市场占有率达到 11%。

图 12: 2017 年达安股份市场占有率



资料来源: 国家统计局, 公司年报, 天风证券研究所

图 13: 2018 年达安股份业务分布

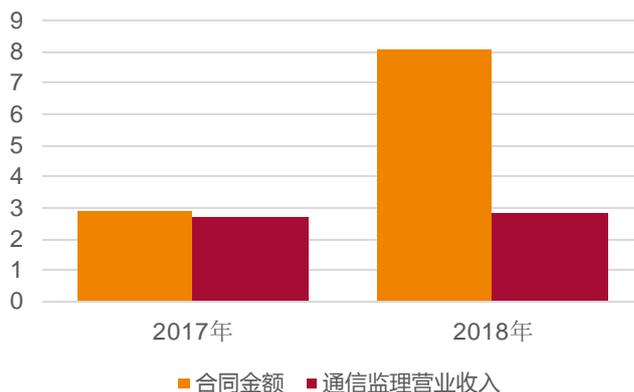


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.3. 在手订单创新高, 5G 牌照发放有望助力收入转化

公司中标大额订单, 近历史订单三倍, 未来收入有望快速释放。2017 年年末, 公司中标《中国移动通信集团有限公司 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购项目》, 中标金额为 8.09 亿元, 相较于 2016-2017 年的 2.93 亿, 增幅达 176%。但从收入端看, 公司 2018 年通信监理营业收入为 2.86 亿, 较 2017 年增幅仅为 5%。

图 14: 公司 2017-2018 年订单及收入情况 (单位: 亿元)



资料来源：达安股份年报，天风证券研究所

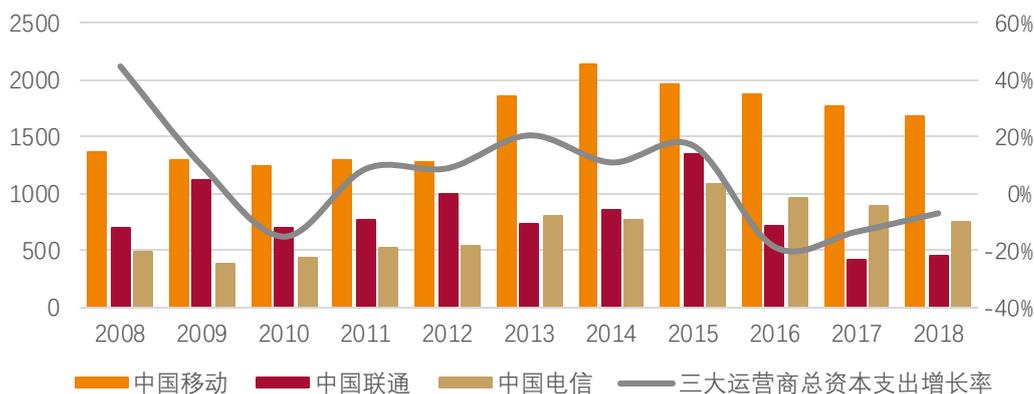
表 6：2017-2018 年公司中标中国移动合同情况

序号	框架合同名称	合同金额 (万元)
01	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (广东) 项目框架协议	43,420
02	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (江苏) 项目	8,929
03	2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购框架合同 (达安)	4,388
04	2018 年至 2019 年浙江移动通信工程专业监理服务框架	3,775
05	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(海南)项目框架协议	2,910
06	中国移动 2018-2019 年通信工程专业监理服务集中采购(上海项目)框架协议	2,660
07	江西移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理项目通用合同	2,013
08	2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购合同 (重庆)	1,800
09	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(广西)项目 桂林、梧州、贺州业务区一体化监理服务框架协议	1,788
10	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(河南)项目	1,579
11	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (辽宁)项目	1,462
12	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购(山东)项目框架协议	1,420
13	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (河北) 项目框架协议 (广东达安)	1,208
14	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (贵州)项目框架协议	1,163
15	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (湖北项目) 框架合同	1,099
16	中国移动云南公司 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购框架合同 (广东达安)	925
17	中国移动 2018 年至 2019 年通信工程专业监理服务集中采购 (杭州研发中心) 项目框架协议	382

资料来源：达安股份年报，天风证券研究所

公司 18 年订单转化收入缓慢与无线通信代际的更迭密切相关。2009 年 1 月，工信部发放 3G 牌照，2008、2009 年为 3G 建设高峰时期，10 年则进入 3G 后周期时代，三大运营商总资本支出下滑。2013 年 12 月，工信部向三大运营商发布 4G 牌照，13 年、14 年、15 年三大运营商资本投入增速陡峭，16 年起行业资本开支则逐渐下滑，2018 年处于 4G 后周期的低谷时期，同时三大运营商还未完全展开对 5G 的建设，所以公司虽签订大额框架合同，但尚未落实为订单，收入转化缓慢。

图 15：2009-2018 年三大运营商资本支出情况 (单位：亿元)



资料来源：三大运营商年报，天风证券研究所

5G 牌照发放，各省 5G 基站建设需求大。2019 年 6 月 6 日，工信部向三大运营商及中国广播电视网络有限公司发放 5G 牌照，标志着我国正式步入 5G 商用元年，也预示着对 5G 的大规模资本投入将拉开帷幕。此前，多个省市已出台了 5G 产业发展行动纲要，明确了 5G 基站建设、5G 网络覆盖目标。其中，天津、重庆、浙江、广东、广州、上海 6 个省市，明确提出至 2020 年，将建设 5G 基站合计达 19 万个。

中国移动明确 2019 年 5G 建设目标，公司订单有望快速转化收入。6 月 25 日，中国移动召开“5G+”发布会。明确中国移动 2019 年将建设超过 5 万个 5G 基站，在超过 50 个城市实现 5G 商用服务；2020 年，将进一步扩大网络覆盖范围，在全国所有地级以上城市提供 5G 商用服务。随着 5G 牌照发放，通信行业固定资产投资有望步入新一轮高峰期，公司签订的 8.9 亿大额框架合同转化收入速度将加快，预计于 19、20 年快速落实为订单、转化为收入。

表 7：多省市 5G 产业发展纲要

省/市	文件名称	发布时间	目标
武汉	《武汉市 5G 基站规划建设实施方案》	2018 年 4 月	建设宏基站 3000 个和微基站不少于 2.7 万个。2019 年面向武汉军运会提供 5G 网络商用，2020 年建成覆盖全市的 5G 网络并全面商用。
天津	《天津市通信基础设施专项提升计划（2018-2020 年）》	2018 年 12 月	到 2020 年，建设部署商用 5G 基站超过 1 万个。
河南	《河南省 5G 产业发展行动方案》	2019 年 1 月	经过 3—5 年努力，基本完成 5G 规模组网部署并实现商用，中心城市和重要功能区实现 5G 全覆盖，5G 产业规模超过 1000 亿元。
重庆	《关于推进 5G 通信网建设发展的实施意见》	2019 年 1 月	到 2020 年，基于路灯杆、监控杆、标识杆等社会杆塔设施资源的“多杆合一”5G 宏基站站址达到 1 万座，基于上述设施的 5G 微/皮基站站址达到 5 万座。
江西	《江西省 5G 发展规划（2019-2023 年）》	2019 年 2 月	到 2020 年，基本实现全省重点区域和重点应用场景 5G 网络覆盖。到 2023 年，力争实现全省重点城镇及以上地区 5G 网络覆盖。
成都	《成都市 5G 产业发展规划纲要》	2019 年 2 月	2022 年建成 5G 基站 4 万个以上，实现重点城镇以上 5G 网络全覆盖，全市 5G 产业规模达到 1000 亿元。
浙江	《关于加快推进 5G 产业发展的实施意见》	2019 年 4 月	到 2020 年，建成 5G 基站 3 万个，实现设区市城区 5G 信号全覆盖。到 2022 年，建成 5G 基站 8 万个，实现县城及重点乡镇以上 5G 信号全覆盖。到 2025 年，实现所有 5G 应用区域全覆盖
广东	《广东省加快 5G 产业发展行动计划（2019-2022 年）》	2019 年 5 月	到 2020 年底，珠三角中心城区 5G 网络基本实现连续覆盖和商用；全省 5G 基站累计达 6 万座；5G 产值超 3000 亿元。到 2022 年底，珠三角建成 5G 宽带城市群；全省 5G 基站累计达 17 万座，5G 产值超万亿元
广州	《2019 年广州市 5G 网络建设工作方案》	2019 年 6 月	2019 年度建设 5G 宏基站 1 万座，实现主城区和重点区域 5G 网络连续覆盖。其中，广州电信建成 2500 座，广州移动建成 4500 座，广州联通建成 3000 座。
北京	《北京市 5G 产业发展行动方案（2019 年-2022 年）》	2019 年 6 月	到 2020 年，运营商 5G 网络投资累计超过 300 亿，实现首都功能核心区、城市副中心、重要功能区、重要场所的 5G 网络覆盖。

济南	《济南市促进 5G 创新发展行动计划（2019-2021）》	2019 年 6 月	以率先打造 5G 先锋城市为目标,以实施 5G 通信基础设施建设、5G 融合应用、5G 创新发展三大任务为抓手, 加快推动 5G 创新发展
湖南	《湖南省 5G 应用创新发展三年行动计划（2019-2021）》	2019 年 6 月	到 2021 年, 全省基本完成 5G 规模组网并实现商用, 到 2021 年, 建设 10 个左右 5G 创新创业基地, 5G 相关产业规模超过 1000 亿元
上海	《关于加快推进本市 5G 网络建设和应用的实施意见》	2019 年 7 月	2019 年, 建设 5G 基站 1 万个, 实现中心城区和郊区重点区域全覆盖。2020 年, 累计建设 5G 基站 2 万个, 实现全市域覆盖, 累计总投资超过 200 亿元。2021 年, 累计建设 5G 基站 3 万个, 5G 应用产业规模超过 1000 亿元。

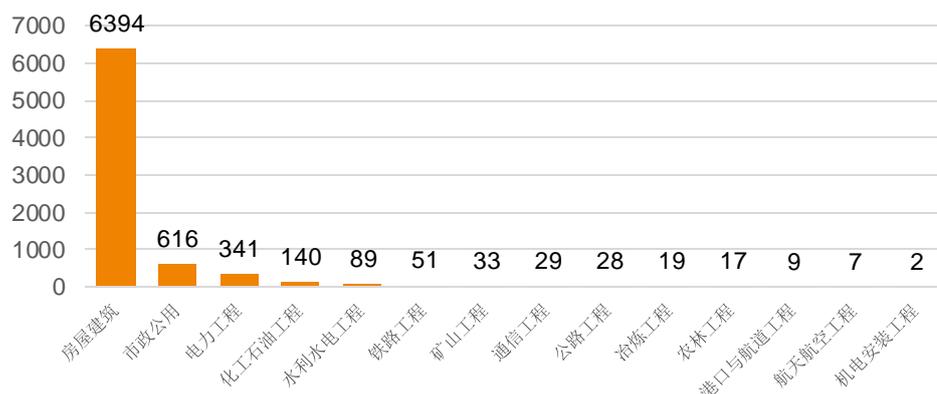
资料来源: 各省市政府官网, 天风证券研究所

3. 房屋建筑等监理领域利润率逐年攀升, 5G 推广丰富应用场景

3.1. 其余监理领域发展稳定, 房屋建筑监理中流砥柱

公司除通信监理以外的监理业务包括三类, 分别是房屋建筑工程监理、市政工程公用监理和机电安装工程监理, 公司在这三个领域均具有甲级专业资质。公司在这些监理领域的服务对象主要有房地产行业、政府及行政事业单位和工业类企业等, 由于市政工程公用监理及机电安装工程监理本身市场份额较小, 且受到竞争激烈等原因的影响, 公司在这两个监理领域的业务较少, 因此公司除通信监理以外的主要监理业务是房屋建筑监理。

图 16: 监理行业各细分领域企业数量 (家)

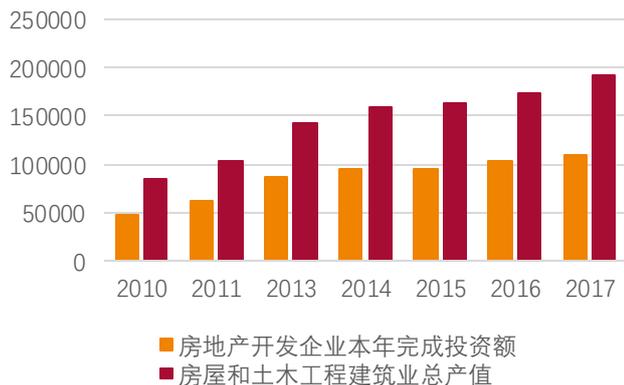


资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

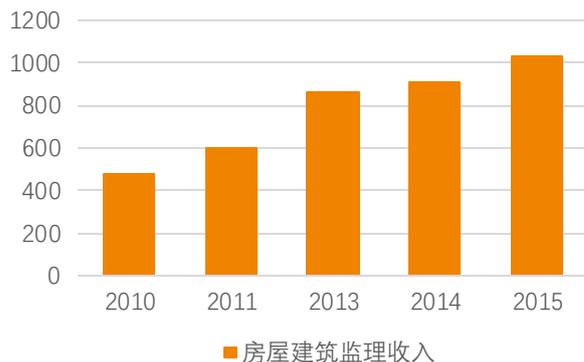
2017 年房屋建筑监理行业收入为 1429.35 亿元, 占整个建设工程监理行业 47.74%, 市场规模最大。但房屋建筑监理行业内公司数量众多, 据统计, 2017 年 14 个细分领域共 7775 家企业, 其中有 6394 家是房屋建筑监理企业, 占比 82.24%, 此外一些大的地产公司通常有自己的监理团队, 该领域内竞争异常激烈, 因此公司没有将房屋建筑监理业务作为自身最主要的业务, 而是将其作为公司的第二大监理业务发展。近年来, 我国房地产市场持续繁荣, 带动房地产开发投资额与房屋建筑业产值快速增长, 房屋建筑工程监理行业得到了较快的发展。

图 17: 房地产和土木工程建筑业发展情况 (亿元)

图 18: 房屋建筑监理行业收入 (万元)



资料来源：国家统计局，公司招股说明书，天风证券研究所



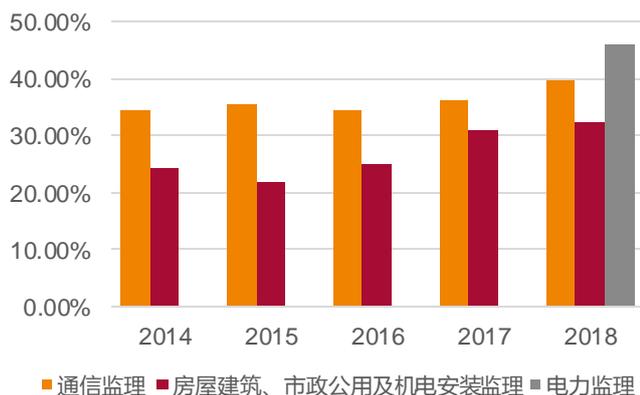
资料来源：国家统计局，公司招股说明书，天风证券研究所（注：2012年数据有误差，但统计局暂未调整）

3.2. 增实力、降成本齐头并进，房屋建筑等监理业务毛利率逐年攀升

2014-2018 年间，公司在这三大监理领域的监理收入占公司总营收的比重在 14-19% 之间，占比较为稳定。但 2016 年以前，和其他监理业务相比公司房屋监理业务的毛利率显著较低，2016 年以前通信监理的毛利率基本保持在 35% 左右，而公司房屋建筑监理业务毛利率仅徘徊在 23% 左右，差距较大。

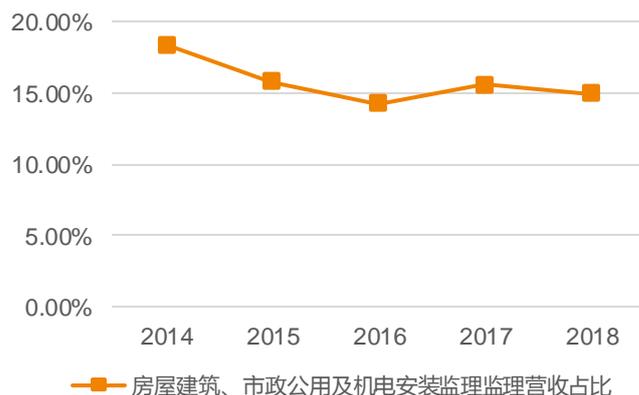
综合分析公司房屋建筑监理毛利率较低的原因主要有以下几点：一是房屋监理领域市场化程度较高，市场上小型房屋建筑类监理公司数量众多且分布零散，市场竞争激烈；二是大型房地产企业一般有自己的监理公司，公司房屋监理业务主要通过招投标方式取得中小型房地产开发企业和小部分行政事业单位等房屋监理项目，大型项目承接较少；三是公司知名度覆盖区域小，且在成本管理方面的工作尚有待加强。

图 17：公司各监理业务毛利率变化情况



资料来源：公司年报、招股说明书，天风证券研究所

图 18：公司房屋建筑等监理业务营收占比变化情况



资料来源：公司年报、招股说明书，天风证券研究所

随着公司的发展，公司的业务能力逐步增强，知名度不断扩大，逐渐能够承接一些较大的项目；同时随着管理方式的成熟，公司在一些成熟地区的房屋建筑项目营业成本同比逐渐降低，公司还为应对房屋建筑监理激烈的市场竞争，逐步提高房屋建筑监理工作效率，优化房屋建筑监理各项目人力资源配置，人力成本占比近年也有所降低，自 2015 年起，公司在房屋监理领域的毛利率不断提高，由 2015 年的 22% 上升至 2018 年的 32.35%。

图 19：公司具有代表性的“乌海万达广场”监理项目

图 20：公司具有代表性的“广州东方文德广场”监理项目



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

在此期间公司完成了一些优秀的房屋建筑监理项目，如万达广场等各地市地标性建筑监理项目、广州东方文德广场项目等，其严苛的项目监理要求、广泛的市场认知度、优异的项目监理成果有效提升了公司在房屋建筑工程监理领域的市场地位。在 2016 年完工的黄石万达广场项目、2016 年新签的鹤壁万达广场项目等也使得公司在房屋监理领域迈上一个新的台阶。

3.3. 5G 商用启动，丰富房屋建筑监理业务应用场景

3.3.1. 5G 建设正式开启，物联网即将迎来飞速发展

2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，中国正式进入 5G 商用元年。移动通信网络历经 30 余年的发展从最初的第一代移动通信网络（1G）发展至如今的第五代移动通信网络（5G），技术上实现了飞跃。5G 技术与之前的几代移动通信网络相比具有高速度、泛在网、低时延、低功耗四大特点。

图 21：5G 技术的四大特点



资料来源：电子发烧友网，天风证券研究所

图 22：物联网架构图



资料来源：产品经理网，天风证券研究所

物联网技术就是把物品与互联网相连接并进行信息交换和通讯，从而实现智能化的识别、定位、追踪、监控及管理等功能的一种网络技术。简而言之就是利用信息传感设备和网络把所有物品连接起来，进行信息交互，从而实现智能识别和管理。物联网是以互联网为基础发展起来的，其有三个与互联网不一样的重要特征：普通对象设备化、自治终端互联化以及普适服务智能化。

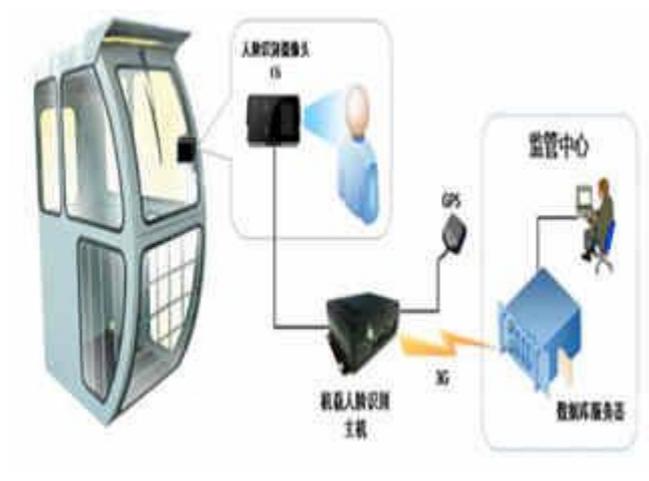
受限于 4G 通信网络自身通信速率、容量、延时及可支持智能设备等方面存在的不足，使得物联网的应用还受限制，5G 环境下网络速率、网络安全、网络便捷性能够促进物联网的发展。

3.3.2. 5G、物联网蓬勃发展，“智慧监理”应运而生

“智慧监理”即监理企业在 5G 商用带动物联网、大数据、云计算以及人工智能（AI）在内的一系列技术发展的背景下将这些技术应用到企业日常的监理工作之中，从而实现提高监理的效率和便利程度的目的。

“智慧监理”在工地项目安全管理方面可以发挥以下作用：工人进入工地，首先要经过人脸识别身份认证，判断他是否在正确的时间出现在正确的场地；此后，通过他身上的可穿戴设备，能够对他工作的全部流程进行监控，倘若他作出违规操作，或者系统预判他可能作出一些危险动作时，就会及时报警，预防事故的发生，并保证工程的质量。

图 23：工地人员出入人脸识别系统



资料来源：武汉斯艾特科技公司官网，天风证券研究所

图 24：项目监理部人员通过物联网技术在室内进行工地监理



资料来源：青海新闻网，天风证券研究所

“智慧监理”在环保监控和设备设施监理方面可以发挥如下作用：根据物联网、大数据和 BIM 技术，结合电子标签（如 RFID、二维码等），对进场大宗物资、机电设备、钢结构、PC 构件、取样试件等进行物料进度及机械设备的进退场方面进行跟踪管理。在机械设备进场时，监理人员可以通过二维码附加的信息了解进场机械、设备在建筑物中的位置和使用情况。在机械设备退场时，监理人员通过二维码附加的信息及时找到机械设备，以防丢失和损坏。而钢筋、水泥等原材料智慧监理也能够通过监控和拍照获得实时数据，避免跑冒滴漏。

此外，依靠 5G 高速率、高稳定性、高可靠性和低时延等特征，智慧监理系统能够将施工现场图像进行实时回传，形成施工现场图像资料和监理日志描述，从而帮助工程监理人员远程监督建设人员工作状态，及时跟踪工程进展情况，大大降低了现场监理的劳动强度和安全风险，提高了工程监理效果。

图 25：传统监理条件下监理人员在工地现场工作



资料来源：达安股份官网，天风证券研究所

图 26：传统监理下项目监理部人员与施工单位现场检测钢筋直径



资料来源：喜乐传媒网，天风证券研究所

“智慧监理”系统不仅可以大大提升监理的效率，降低成本，还能够带来许多有价值的数
据。如可穿戴设备对工人的全流程监控过程中，可以采集到他的工作效率、工作质量，以
及是否怠工，这些数据可以成为蓝领工人在绩效考核上的重要依据，为工程企业的人力资
源提供参考。未来在蓝领工人的就业、培训和人力资源管理方面拓展市场，这将会是“智
慧监理”带来的一个广阔市场空间，也有望改变整个监理行业现有的运作模式。

“智慧监理”的发展主要依靠物联网、AI、大数据等技术手段的应用，4G 通信网络自身通
信速率、容量、延时及可支持智能设备等方面存在不足，无法满足这些技术手段的高效运
用，5G 自身所具备的高速度、泛在网、低时延、低功耗特性使得 5G 环境下网络速率、网
络安全、网络便捷性得到支持，从而将这些技术手段运用在 “智慧监理”系统中。

3.3.3. 拥抱 5G 时代，公司积极布局“智慧监理”

广东奥铂爵科技有限公司是公司于 2018 年 6 月 1 日成立的全资子公司，该子公司汇集各
领域工程建设的国内高水平项目管理专家团队，承继母公司 20 年工程监理及项目管理的
丰富经验，将移动互联网、物联网、BIM、人工智能、大数据、云计算等 IT 前沿技术
手段应用于工程建设领域。

图 27：奥铂爵公司智慧工地项目管理平台产品介绍



资料来源：广东奥铂爵公司官网，天风证券研究所

子公司成立以来一直致力于智慧监理的技术研发，当前公司的智慧工地项目管理平台（ISPM）正是基于 5G、物联网技术所开发的，ISPM 平台将集成对接施工现场的各类传感器，将数据上传到云，实现平台对施工现场人、机、料、法、环等多维度的统一管控，以及对施工项目的全局把控，该平台致力于构建管理数字化、流程标准化、采集智能化、管控自动化的智慧工地绿色生态，功能包括项目安全管理、危大工程管理、项目劳动力管理以及绿色文明施工管理。

图 28：湛江工地项目现场试用危险源监控和销项



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 29：ISPM1.0 在广州联通白云通信机房建设中得到应用



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2018年12月，主要着力项目安全管理的 ISPM1.0 版本在中山、湛江房屋建筑工地现场进行了为期一周的实地试用，反响热烈。2019年3月 ISPM1.0 产品正式发布，5月份在广州联通白云通信机房新建及配套工程中得到应用。该项目使用 isPM 监理模块功能，为监理人员提供便捷易用的监理功能应用，使用户的监理工作更为规范化、专业化；同时也优化了施工方和监理方在日常相关管理方面的流程，提高效率，规范相关操作。

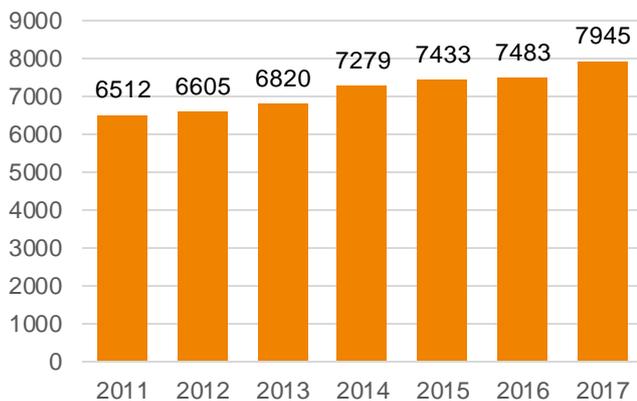
4. 纵横产业链整合有序开展，开启全国大型综合监理企业新征程

4.1. 监理行业公司数量多、规模小，全国性大型综合监理企业屈指可数

2008-2017年间，工程监理企业收入自657.45亿元增长至3281.72亿元，工程监理行业收入自332.81亿元增长至1185.35亿元，行业增长速度较快，但当前我国监理行业内大多是中小型监理公司，业务范围往往局限在特定行业、特定区域，抗风险能力较弱，当遇到经济不景气或其他行业问题时，小型监理企业将被淘汰或者并购。

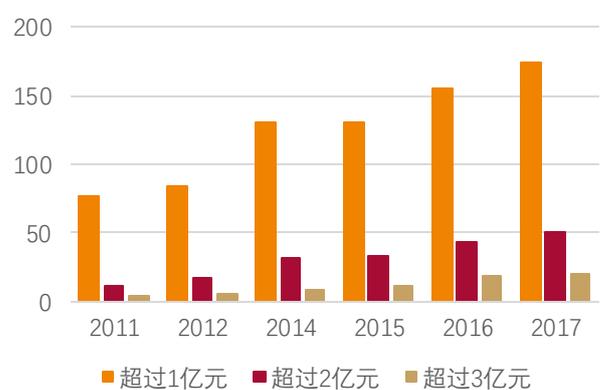
2017年在7945家监理企业中仅有20家企业工程监理收入超过3亿元，工程监理领域收入前十的公司也只占到建设工程监理行业营业收入的4%，监理行业作为我国的新兴行业，行业内大型全国性综合性公司紧缺。

图 30：监理行业企业数量变化（个）



资料来源：住建部，天风证券研究所

图 31：监理行业内营收过亿企业数量（个）



资料来源：住建部，天风证券研究所（注：官网缺少2013年数据）

随着我国工程监理行业的不断发展，工程施工技术涉及范围不断扩大，一批大中型监理公司的优势开始显现。一方面这些企业往往具有多种资质，有利于完成复杂工程的建设，另一方面这些企业拥有更强的资金实力和人员储备，有利于在全国范围内通过设立分公司、子公司的方式拓展业务，这也符合国家要求建设具有行业性、有公信力的名牌监理公司的要求。

2017年监理领域内市场电力工程、水利水电工程、化工石油工程以及铁路工程监理的市场份额占比依次为19.69%、10.23%、8.22%、6.05%、3.89%，市场份额占比排名分别为2、3、5、6，公司可以通过进入这些监理领域以实现大型全国性综合监理企业的目标。考虑到不同的行业监理差别较大，且培养团队、做业绩、升甲级需要较长的时间，未来公司主要通过并购相关领域内的优质企业进入暂未涉入的监理领域。此外，相关行业内的优质企业的业务范围相对较广，有利于公司全国性的业务布局。

4.2. 横向并购有序开展，力争成为行业龙头

公司上市以前已具备四项监理行业甲级资质，分别为房屋建筑工程、通信工程、机电安装工程、市政公用工程，距离全国性大型综合性监理企业的目标还有一定差距。且通信监理的营业收入在公司总营收中的占比均超过50%，受5G政策影响通信监理业务营收波动较大，进入其他监理领域也有利于降低公司营收波动。公司拟利用遍布全国的服务网络，进一步通过横向行业整合，做大做强公司的主营业务，补强公司资质短板，实现可以承接所有专业工程类别建设工程项目的工程监理业务，针对现有市场业务量（接近2000亿）形

成行业龙头的发展机遇，提高公司在全国监理业务的市场份额。

4.2.1. 收购宏闽电力，顺利进入电力监理领域

宏闽电力成立于 2000 年 4 月，是经福建省建设厅批准的首批电力工程监理咨询企业，具有国家建设部批准的电力工程甲级、福建省建设厅批准的市政公用工程乙级、房屋建筑工程乙级监理资质，福建省人民防空办批准的人民防空工程监理丙级资质。公司先后在 2017 年和 2019 年分别收购宏闽电力 60%和 26.59%的股权，当前共持有宏闽电力 86.59%股权，成为宏闽电力的控股股东。

图 32：宏闽电力新疆石河子绿洲 220kV 送变电工程



资料来源：宏闽电力监理公司官网，天风证券研究所

图 33：宏闽电力官塘至红石 2 回 220kV 线路工程



资料来源：宏闽电力监理公司官网，天风证券研究所

宏闽电力业务在立足福建省内的基础上，省外市场主要遍布广东、广西、湖南、湖北、云南、海南、新疆、河南、河北、上海、浙江、江西等地。收购宏闽电力既符合公司的横向并购战略，又符合公司现阶段开拓市场领域，将业务拓展到全国的战略发展目标。

截止至目前为止宏闽电力所承诺的业绩指标均超额完成，2018 年公司电力监理业务净利润增长率为 32.62%，毛利率为 46.11%，而公司之前的王牌业务通信监理受 5G 政策影响毛利率仅为 39.86%。

图 34：宏闽电力业绩完成情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.2.2. 收购顺水监理，进入水利工程监理领域

2019 年 1 月 15 日，公司通过现金收购的方式收购广东顺水工程建设监理有限公司 67%的股权，形成控股，顺利进入水利工程监理领域。顺水监理已取得水利工程施工监理甲级资质，公司能够根据顺水监理所具备水利工程施工监理资质、卓越的经营团队、优秀的技术骨干、稳定的市场份额，与公司现有主营业务在资质及市场渠道上形成互补，实现可以承

担水利建设工程项目的工程监理业务，全面提升公司全过程工程咨询技术服务能力和水平，提高公司在全国监理业务的市场份额。

图 35：顺水公司东深供水(东江-香港)改造工程



资料来源：顺水监理公司官网，天风证券研究所

图 36：顺水公司广东省潮州水利枢纽工程



资料来源：顺水监理公司官网，天风证券研究所

顺水监理立足水利工程施工监理领域，主要从事大型调水供水、大型水利枢纽、水环境治理、设备监造及美丽乡村改造工程的监理业务。曾参与东深供水改造工程、南水北调工程等大型调水供水工程、广东省潮州水利枢纽工程、平顶山市湛河治理工程及攀枝花观音岩引水工程跨金沙江管线桥等多项水利工程的监理工作。

4.3. 紧抓国家“培育全过程工程咨询”发展机遇，加快纵向产业链整合

2017 年及 2019 年住建部分别发布《关于促进工程监理行业转型升级创新发展的意见》和《全过程工程咨询服务发展的指导意见》，文件宗旨均在鼓励监理企业向“上下游”拓展服务领域，提供招标代理、勘察、设计、监理、造价、项目管理等全过程咨询服务，满足建设单位一体化服务需求，增强工程建设过程的协同性。

表 8：公司签订的相关战略合作协议

协议方	时间	协议方简介	战略框架协议内容
新疆建咨	2018.5.11	集建设咨询业、金融服务业、房地产业、建筑施工业、商贸流通业为一体，产业链齐全、业务范围广、资质等级高、品牌影响力大、综合实力强的大型企业集团。	双方加强在工程建设领域的合作，利用自身资源，发挥各自的市场、专业团队、技术及管理优势，共同拓展各类业务，打造双赢、可持续发展的战略合作关系。
燕山玉龙	2019.5.10	具有化工石化医药行业甲级、工程监理甲级资质等多项资质。是一家专门从事工程咨询、造价咨询、城市规划、工程设计、工程监理和工程总承包等业务的综合性咨询服务企业。	利用双方自身资源，发挥各自的市场、专业团队、技术及管理优势，实现优势互补，资源共享，共同发展的战略目标。
晨越建管	2019.5.10	集团拥有覆盖工程咨询全产业链的高等级专业资质，涉军、涉核、涉密，业务涵盖项目策划、投融资管理、投资咨询、项目管理、勘察设计、招标代理、造价咨询、工程监理、BIM 咨询等全过程工程咨询	为实现优势互补，资源共享，共同发展的战略目标，利用双方自身资源，发挥各自的市场、专业团队、技术及管理优势，共同拓展各类业务，打造双赢、可持续发展的战略合作关系。
锦江集团	2019.5.28	先后涉足纺织、印染、造纸、电缆、建材、医药等领域，目前已形成以环保能源、有色金属、化工新材料为主产业，同时集贸易与物流、投资与金融于一体的现代化大型民营企业集团。	公司协助杭州锦江工程集团完善工程建设管理体系；锦江集团业务所涉及的全过程咨询及监理等服务工作，在市场同等条件优先委派给公司或公司子公司

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司还与一些行业内的优质企业签订了一系列《战略合作协议》，如具有化工石化医药行业甲级、工程监理甲级资质的北京燕山玉龙股份有限公司、拥有覆盖工程咨询全产业链的高等级专业资质，涉军、涉核、涉密的北京晨越建管股份有限公司等行业优质企业，各方通过利用双方自身资源，发挥各自的市场、专业团队、技术及管理优势，实现优势互补，资源共享，共同发展的战略目标。

5. 盈利预测与估值

5.1. 主要假设盈利预测

假设一：随着 5G 商用在 2019 年正式启动，公司框架合同预计将快速转化为收入。且公司外延收购了业绩较好的电力和水利监理公司，我们预计公司未来几年业绩会呈现增长态势，我们预计公司 2019-2020 年营业收入增长率分别为 17.54%，31.59%，23.95%。

假设二：公司近几年毛利率有所上升，但是公司新收购的水利监理公司毛利率略低，我们预计公司毛利率基本稳定有所下调，2019-2021 年分别为 39.06%，38.57%，38.68%。

假设三：公司经营稳健，随着公司不断加强内部管理，以及声誉的不断提升，我们预计未来期间费用率会维持稳定。

表 9：分项业务预测

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
通信监理						
收入（百万）	294.78	285.64	272.39	299.63	419.48	545.32
增长率	1.83%	-3.10%	-4.64%	10.00%	40.00%	30.00%
毛利率	34.51%	36.30%	39.86%	39.86%	39.86%	39.86%
土建监理						
收入（百万）	58.14	63.35	74.20	85.33	98.13	112.85
增长率	-7.04%	8.96%	17.13%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	25.10%	30.84%	32.35%	32.35%	32.35%	32.35%
电力监理						
收入（百万）			93.24	136.22	181.45	217.74
增长率	—	—	—	46.10%	33.20%	20.00%
毛利率			46.11%	43.00%	40.00%	40.00%
招标代理						
收入（百万）	31.72	30.68	35.21	38.73	42.60	46.86
增长率	38.33%	-3.28%	14.77%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.09%	33.04%	41.02%	41.02%	41.02%	41.02%
咨询与代建						
收入（百万）	22.48	26.25	20.6	22.66	24.93	27.42
增长率	7.46%	16.77%	-21.52%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.63%	28.31%	26.79%	26.79%	26.79%	26.79%
合计收入（百万）	407.12	405.92	495.63	582.57	766.58	950.18
增长率	2.84%	-0.29%	22.10%	17.54%	31.59%	23.95%
毛利率	32.34%	34.68%	39.45%	39.06%	38.57%	38.68%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：费用率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	3.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用率	11.7%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
研发费用率	0.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%

财务费用率	0.1%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%
三费/营业收入	15.5%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 11: 盈利预测

单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	405.92	495.63	582.57	766.58	950.18
营业成本	265.12	300.10	355.00	470.90	582.65
营业税金及附加	2.39	3.53	3.95	5.06	6.49
营业费用	12.60	11.71	13.77	18.11	22.45
管理费用	47.63	54.80	64.42	84.76	105.07
研发费用	2.55	16.26	19.11	25.15	31.17
财务费用	0.27	3.36	5.07	8.34	11.91
资产减值损失	20.01	24.14	27.76	31.93	36.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.74	0.00	0.32	0.32	0.32
其他	(6.04)	(1.21)	(0.64)	(0.64)	(0.64)
营业利润	60.66	82.93	93.80	122.64	154.04
营业外收入	4.09	0.53	1.93	2.18	1.55
营业外支出	0.13	0.94	0.36	0.48	0.59
利润总额	64.61	82.52	95.36	124.35	154.99
所得税	12.94	17.18	19.09	25.89	31.03
净利润	51.68	65.34	76.27	98.45	123.96
少数股东损益	0.00	10.40	12.14	15.67	19.74
归属于母公司净利润	51.68	54.93	64.13	82.78	104.23
每股收益(元)	0.38	0.40	0.47	0.61	0.76

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上,我们预测公司 2019 至 2021 年营业收入分别为 5.83、7.67、9.50 亿元,公司归母净利润分别为 0.64、0.83、1.04 亿元, EPS 分别为 0.47、0.61、0.76 元/股,对应的 PE 分别为 38、30、24 倍。

5.2. 相对估值法

我们选取和公司体量接近且有类似业务的上市公司杭州园林、汉嘉设计、山鼎设计以及 5G 基建类公司纵横通信、盛路通信、通宇通讯作为可比公司,取 2019 年 7 月 25 日 Wind 一致预期作为可比公司的 PE 值,运用相对估值法对公司进行估值。上述四家可比公司 2019 年对应 PE 中位数为 50 倍,我们保守给予公司 46.8 倍目标 PE,对应目标价为 22 元。

表 10: 可比公司 PE (截止 7 月 25 日一致预期)

公司名称	2017	2018	2019E
杭州园林	138	60	33
汉嘉设计	--	51	41
山鼎设计	186	60	62
纵横通信	70	69	42
盛路通信	78	50	57
通宇通讯	73	155	69
中位数	76	60	50

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 投资建议

5G 牌照的发放及 5G 商用将释放大量 5G 基建需求，公司签订的大额框架合同有望落实为订单，快速转化为收入。同时公司正在加快横纵产业链整合，顺利进入电力和水利工程监理领域、收购咨询、代建等子公司，公司资质不断增加，市场份额不断提高，业务范围不断扩大。5G 正式商用后将会增添智慧监理新场景，公司也在积极布局“智慧监理系统”。预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.47、0.61、0.76 元/股。对应的 PE 为 38、30 和 24 倍。首次覆盖，给予“增持”评级，目标股价为 22 元/股。

7. 风险提示

5G 基建投入或受环境影响不及预期；新收购业务业绩或因整合不佳不及预期；公司客户集中度较高，议价能力和收款会受到影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	177.29	236.54	175.07	153.32	190.04	营业收入	405.92	495.63	582.57	766.58	950.18
应收票据及应收账款	419.48	558.18	516.92	898.99	856.04	营业成本	265.12	300.10	355.00	470.90	582.65
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	2.39	3.53	3.95	5.06	6.49
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	12.60	11.71	13.77	18.11	22.45
其他	16.15	20.79	33.03	40.18	38.81	管理费用	47.63	54.80	64.42	84.76	105.07
流动资产合计	612.92	815.50	725.02	1,092.49	1,084.89	研发费用	2.55	16.26	19.11	25.15	31.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.27	3.36	5.07	8.34	11.91
固定资产	37.14	36.61	41.90	46.18	49.47	资产减值损失	20.01	24.14	27.76	31.93	36.72
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.75	1.93	0.90	0.00	0.00	投资净收益	0.74	0.00	0.32	0.32	0.32
其他	62.02	146.23	154.96	161.97	153.38	其他	(6.04)	(1.21)	(0.64)	(0.64)	(0.64)
非流动资产合计	100.92	184.77	197.75	208.15	202.85	营业利润	60.66	82.93	93.80	122.64	154.04
资产总计	713.84	1,000.27	922.77	1,300.64	1,287.74	营业外收入	4.09	0.53	1.93	2.18	1.55
短期借款	0.00	59.53	0.00	189.60	96.05	营业外支出	0.13	0.94	0.36	0.48	0.59
应付票据及应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	64.61	82.52	95.36	124.35	154.99
其他	117.31	184.15	158.80	207.44	212.04	所得税	12.94	17.18	19.09	25.89	31.03
流动负债合计	117.31	243.68	158.80	397.04	308.09	净利润	51.68	65.34	76.27	98.45	123.96
长期借款	0.00	36.00	0.00	44.33	0.00	少数股东损益	0.00	10.40	12.14	15.67	19.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	51.68	54.93	64.13	82.78	104.23
其他	0.00	47.57	15.86	21.14	28.19	每股收益(元)	0.38	0.40	0.47	0.61	0.76
非流动负债合计	0.00	83.57	15.86	65.48	28.19						
负债合计	117.31	327.25	174.65	462.51	336.28						
少数股东权益	0.00	26.00	38.14	53.82	73.55	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	135.68	136.33	136.33	136.33	136.33	成长能力					
资本公积	220.33	225.88	225.88	225.88	225.88	营业收入	-0.29%	22.10%	17.54%	31.59%	23.95%
留存收益	460.85	516.05	573.64	647.97	741.58	营业利润	-6.28%	36.72%	13.10%	30.75%	25.60%
其他	(220.33)	(231.24)	(225.88)	(225.88)	(225.88)	归属于母公司净利润	-6.07%	6.30%	16.74%	29.08%	25.91%
股东权益合计	596.53	673.03	748.12	838.12	951.46	获利能力					
负债和股东权益总	713.84	1,000.27	922.77	1,300.64	1,287.74	毛利率	34.69%	39.45%	39.06%	38.57%	38.68%
						净利率	12.73%	11.08%	11.01%	10.80%	10.97%
						ROE	8.66%	8.49%	9.03%	10.55%	11.87%
						ROIC	17.97%	19.13%	14.23%	18.49%	14.68%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	16.43%	32.72%	18.93%	35.56%	26.11%
净利润	51.68	65.34	64.13	82.78	104.23	净负债率	-29.72%	-14.90%	-21.59%	11.78%	-7.34%
折旧摊销	3.86	6.14	5.75	6.61	6.71	流动比率	5.22	3.35	4.57	2.75	3.52
财务费用	0.64	3.57	5.07	8.34	11.91	速动比率	5.22	3.35	4.57	2.75	3.52
投资损失	(0.74)	0.00	(0.32)	(0.32)	(0.32)	营运能力					
营运资金变动	(108.76)	(9.47)	(9.63)	(346.83)	58.52	应收账款周转率	1.06	1.01	1.08	1.08	1.08
其它	15.69	(68.34)	12.14	15.67	19.74	存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
经营活动现金流	(37.64)	(2.76)	77.15	(233.75)	200.79	总资产周转率	0.67	0.58	0.61	0.69	0.73
资本支出	38.70	84.01	41.71	4.71	2.95	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.38	0.40	0.47	0.61	0.76
其他	(90.77)	(114.05)	(51.39)	(14.40)	(12.63)	每股经营现金流	-0.28	-0.02	0.57	-1.71	1.47
投资活动现金流	(52.07)	(30.04)	(9.68)	(9.68)	(9.68)	每股净资产	4.38	4.75	5.21	5.75	6.44
债权融资	0.00	136.24	13.57	252.03	120.18	估值比率					
股权融资	206.18	(2.51)	0.28	(8.34)	(11.91)	市盈率	47.64	44.82	38.39	29.74	23.62
其他	(34.97)	(43.71)	(142.78)	(22.02)	(262.65)	市净率	4.13	3.81	3.47	3.14	2.80
筹资活动现金流	171.20	90.03	(128.93)	221.67	(154.38)	EV/EBITDA	40.30	24.18	22.11	18.76	14.14
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	41.56	24.85	23.39	19.71	14.71
现金净增加额	81.49	57.23	(61.47)	(21.76)	36.72						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com